

公司研究

内生外延拓展新产品线，打开成长空间

——晶丰明源（688368.SH）跟踪报告之五

要点

24年基本盘稳固，内生外延积极拓展新产品线：2024年，公司在稳固LED照明驱动芯片这一基石业务的同时，积极拓展AC/DC电源芯片及电机控制驱动芯片业务，并推动高性能计算电源芯片进入规模量产阶段。通过优化产品结构、加强供应链管理、提升工艺技术等方式，公司整体营业收入持续增长，毛利率显著提升，经营数据有显著改善。2024年，公司实现销售收入15.04亿元，同比增长15.38%；实现归母净利润-0.33亿元，扣非后归母净利润-0.09亿元；剔除股份支付费用影响，实现归母净利润0.09亿元，扣非后归母净利润0.04亿元。为拓展产品布局、提升市场竞争力，公司正筹划通过发行股份、可转换公司债券及支付现金的方式收购易冲科技100%股权。交易完成后，晶丰明源与易冲科技将在产品端高度互补，在客户端共享资源、协同开拓市场，推动公司高质量发展。

电机控制驱动芯片高速增长，进一步增持凌鸥创芯股权：2024年10月，公司通过现金收购凌鸥创芯19.1930%股权，进一步增强了控制权，截至24年末，公司持有凌鸥创芯80.8068%股权。凌鸥创芯2024年实现销售收入2.98亿元，同比上升69.32%；实现归属于母公司所有者净利润0.97亿元，同比上升83.37%。目前，公司电机控制驱动芯片覆盖电动出行、清洁电器、高速风筒、汽车电子、电动工具、风扇及大家电等多个领域，24年实现销售收入3.18亿元，同比上升95.67%。

高性能计算电源芯片实现突破：2024年公司高性能计算产品线实现多相控制器、DrMOS、POL及Efuse全系列量产，实现部分国际、国内客户业务破局，进入规模销售阶段，当年实现销售收入0.43亿元，同比上升1,402.25%。截至24年年底，公司产品已获得国际、国内多家CPU/GPU芯片厂商认证，其中16相双轨数字PWM控制器BPD93136、4相PWMVID数字PWM控制器BPD93204以及集成智能集成功率器件BPD80350E产品组合方案符合NVIDIA最新的OpenVReg电源规范OVR16和OVR4-22，成为首家进入NVIDIA推荐供应商名单的国内电源芯片企业。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司家居照明景气度复苏节奏趋缓，下调25年归母净利润预测为1.17亿元（下调54%），并新增26-27年归母净利润预测为2.05亿/3.09亿元，25-27年对应PE分别为80/45/30X。公司通过并购凌鸥创芯打开了市场空间，高性能计算电源芯片受益于服务器大电流电源控制需求的提升以及自有工艺的逐步成熟，预计将成为公司新成长动能，维持“增持”评级。

风险提示：新品开发不及预期；下游需求不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,303	1,504	1,912	2,311	2,603
营业收入增长率	20.74%	15.38%	27.16%	20.85%	12.68%
归母净利润（百万元）	-91	-33	117	205	309
归母净利润增长率	N/A	N/A	N/A	74.97%	50.81%
EPS（元）	-1.45	-0.38	1.34	2.34	3.52
ROE（归属母公司）（摊薄）	-6.61%	-2.63%	8.80%	13.34%	16.75%
P/E	N/A	N/A	80	45	30
P/B	4.8	7.4	7.0	6.1	5.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2025-04-10；23-27年总股本分别为0.63/0.88/0.88/0.88/0.88亿股。

增持（维持）

当前价：106.16元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsec.com

分析师：朱宇澍

执业证书编号：S0930522050001

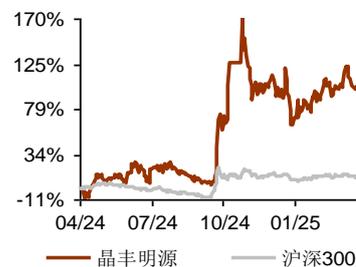
021-52523821

zhuyushu@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	0.88
总市值(亿元)	93.24
一年最低/最高(元)	40.60/125.78
近3月换手率	90.81%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	18.86	32.56	123.64
绝对	14.02	33.32	130.67

资料来源：Wind

相关研报

23年业绩呈恢复趋势，ACDC和DCDC打造新增长极——晶丰明源（688368.SH）跟踪报告之四（2024-04-11）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,303	1,504	1,912	2,311	2,603
营业成本	969	945	1,178	1,401	1,549
折旧和摊销	44	49	56	63	72
税金及附加	5	5	7	8	8
销售费用	40	62	57	69	76
管理费用	102	128	153	180	195
研发费用	294	400	430	485	508
财务费用	29	7	11	8	5
投资收益	13	8	10	10	10
营业利润	-68	-6	139	237	352
利润总额	-74	-5	139	237	352
所得税	6	-1	7	12	18
净利润	-79	-4	132	225	334
少数股东损益	12	29	15	20	25
归属母公司净利润	-91	-33	117	205	309
EPS(元)	-1.45	-0.38	1.34	2.34	3.52

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	267	286	287	279	395
净利润	-91	-33	117	205	309
折旧摊销	44	49	56	63	72
净营运资金增加	-55	-18	-11	67	50
其他	369	287	125	-57	-35
投资活动产生现金流	-136	22	-78	-65	-65
净资本支出	-23	-1	-50	-75	-75
长期投资变化	26	77	0	0	0
其他资产变化	-139	-54	-28	10	10
融资活动现金流	-183	-278	-203	-154	-64
股本变化	0	25	0	0	0
债务净变化	-153	-80	-152	-150	-62
无息负债变化	65	9	-118	5	-5
净现金流	-51	32	6	60	266

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	25.7%	37.1%	38.4%	39.3%	40.5%
EBITDA 率	-1.7%	4.0%	10.4%	12.9%	16.1%
EBIT 率	-5.7%	0.2%	7.5%	10.2%	13.3%
税前净利润率	-5.6%	-0.4%	7.3%	10.3%	13.5%
归母净利润率	-7.0%	-2.2%	6.1%	8.9%	11.9%
ROA	-3.3%	-0.2%	6.7%	11.0%	14.5%
ROE (摊薄)	-6.6%	-2.6%	8.8%	13.3%	16.8%
经营性 ROIC	-5.3%	0.2%	10.4%	16.1%	22.9%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	38%	39%	29%	20%	15%
流动比率	1.67	1.48	1.88	2.87	4.50
速动比率	1.31	1.17	1.53	2.47	3.96
归母权益/有息债务	3.02	3.34	5.91	20.24	131.91
有形资产/有息债务	3.87	4.20	6.36	20.04	128.24

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	2,373	2,147	1,966	2,047	2,314
货币资金	245	280	287	347	613
交易性金融资产	63	1	0	0	0
应收账款	208	257	379	412	387
应收票据	94	93	0	0	0
其他应收款 (合计)	9	23	4	5	5
存货	247	233	177	140	155
其他流动资产	89	42	42	42	42
流动资产合计	1,143	1,100	947	1,015	1,279
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	26	77	77	77	77
固定资产	58	53	50	63	67
在建工程	0	2	5	9	13
无形资产	223	191	184	178	172
商誉	336	336	336	336	336
其他非流动资产	189	61	65	65	65
非流动资产合计	1,230	1,047	1,019	1,032	1,035
总负债	902	830	561	416	349
短期借款	245	299	212	62	0
应付账款	170	149	177	168	155
应付票据	36	86	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	40	61	65	69	72
流动负债合计	683	742	502	354	284
长期借款	120	14	14	14	14
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	29	14	18	22	25
非流动负债合计	218	89	58	62	65
股东权益	1,471	1,317	1,405	1,631	1,965
股本	63	88	88	88	88
公积金	1,036	982	994	995	995
未分配利润	281	248	310	514	823
归属母公司权益	1,381	1,259	1,332	1,537	1,847
少数股东权益	91	58	73	93	118

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	3.06%	4.13%	3.00%	3.00%	2.90%
管理费用率	7.86%	8.52%	8.00%	7.80%	7.50%
财务费用率	2.21%	0.47%	0.58%	0.36%	0.18%
研发费用率	22.54%	26.58%	22.50%	21.00%	19.50%
所得税率	-8%	24%	5%	5%	5%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.00	0.50	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	4.24	3.25	3.27	3.17	4.50
每股净资产	21.94	14.33	15.17	17.50	21.03
每股销售收入	20.71	17.12	21.77	26.31	29.64

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	N/A	N/A	80	45	30
PB	4.8	7.4	7.0	6.1	5.0
EV/EBITDA	N/A	187.4	48.2	31.9	22.2
股息率	0.0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明： A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP